

17815  
3183

Universidad del Salvador  
Facultad de Ciencias Económicas  
Maestría en Sindicatura Concursal

Tesis  
Tema: “Cramdown”



**Profesor Tutor: Dr. Rómulo Di Iorio**

**Alumnos: Cdra. Liliana Cuñarro**

## Indice :

- La estructura básica del régimen de “Salvataje”.
- Análisis del caso “Schoeller Cabelma S.A. s/ Concurso Preventivo”
  1. Resoluciones Ordenatorias
    - 1.1. Antecedentes del caso
    - 1.2. El momento en que debe expedirse el estimador
    - 1.3. La aptitud del cramdista para hacer sus propios cálculos
    - 1.4. Propuestas conformadas y cálculo compartido
    - 1.5. El carácter irrevisable de los cálculos y su contenido
    - 1.6. Las sociedades controladas y el ejercicio del voto en el cramdown
  2. La homologación en el caso “Schoeller Cabelma S.A.”
    - 2.1. Previo
    - 2.2. El valor de la participación accionaria
    - 2.3. Los cálculos del valor presente y la nulidad del dictamen del experto
    - 2.4. La propuesta aprobada por los acreedores.
    - 2.5. Los gastos y costas.
    - 2.6. La impugnación
- Análisis del caso “Diagnos S.A.M.A. s/ Concurso Preventivo”
  - 1.1. La importancia del caso
  - 1.2. Plazos y prorrogas
  - 1.3. Plurales cramdistas
  - 1.4. Los accionistas renuncian al cobro del valor residual
  - 1.5. El valor presente del pasivo verificado y admisible
  - 1.6. El cálculo del valor final
  - 1.7. La previsión para gastos y costas del juicio
  - 1.8. Los honorarios
- El valor de la empresa en la Ley de Concursos
- El cramdown Argentino

- La estructura básica del régimen de “Salvataje”



USAL  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

## LA ESTRUCTURA BÁSICA DEL RÉGIMEN DE SALVATAJE

La estructura del régimen de salvataje dispuesto en los arts. 48 y complementarios de la LC puede resumirse de la siguiente forma:

- a) Antecedente necesario, es que no se haya aprobado el acuerdo preventivo dentro del período legal de exclusividad.
- b) El régimen de salvataje sólo está abierto a ciertos tipos de deudores; los restantes quiebran inmediatamente en caso de no aprobación del acuerdo preventivo durante el plazo de exclusividad.
- c) El salvataje se realiza mediante la adquisición de las cuotas o acciones de la concursada. A tal fin, los interesados deben inscribirse en un registro especial.
- d) Los interesados formularán propuestas de acuerdo a los acreedores, que podrán ser modificadas, dentro de un término legal.
- e) El primero de los registrados que obtenga la aprobación de su propuesta por las mayorías necesarias de acreedores gana el derecho a adquirir las acciones o participaciones que componen el capital de la concursada, a un valor mínimo que fija el juez conforme a criterios contables establecidos por la LC. La adquisición puede efectuarse a un precio inferior, si se cuenta con la aprobación de las mayorías de socios que establece la LC.
- f) Si no se obtienen las mayorías legales para la aprobación del acuerdo, la concursada es declarada en quiebra.

En los apartados subsiguientes se examinarán estos distintos aspectos del régimen del art. 48 de la LC.

## APLICABILIDAD DEL RÉGIMEN DE SALVATAJE

El régimen establecido por el art. 48 de la LC se encuentra sujeto a una condición objetiva y a otra subjetiva. La primera consiste en que hubiere vencido el período de exclusividad otorgado al deudor, sin que éste hubiere obtenido las conformidades previstas para el acuerdo preventivo. La condición subjetiva consiste en que el deudor sea alguno de los entes previstos en el citado art. 48, a saber: sociedades de responsabilidad limitada, sociedades por acciones, sociedades cooperativas y aquellas sociedades en que el Estado nacional, provincial o municipal sea parte, con exclusión de las personas reguladas por las leyes 20.091, 20.321, 24.241 y las excluidas por leyes especiales.

La enumeración de entes en los que se aplica el procedimiento de salvataje plantea dudas de lege-ferenda y de lege-lata. De lege-ferenda, no resulta claramente justificada la exclusión de las sociedades de personas y aun de las empresas unipersonales respecto del mecanismo de salvataje. Ciertamente, hubiera sido necesario para tales casos prever instrumentos adicionales, particularmente para hacer frente a las cuestiones creadas por la responsabilidad de los socios y por la preservación de la personalidad y patrimonio del empresario individual. Sin embargo, como señala Butty, "el interés en el salvataje se vincula más con el tamaño y condiciones económicas de la empresa que con las formas jurídicas de su organización".

De lege-lata, cabe observar que las sociedades que no pueden presentarse en concurso preventivo, como ser las entidades financieras, quedan excluidas de llegar al régimen de salvataje previsto en el art. 48. de la LC.

Cabe también observar que la LC no distingue en materia de tipos societarios cuando se trata de sociedades con participación estatal.

El art. 51 de la LC permite también la apertura del procedimiento de salvataje - en tanto se den las condiciones subjetivas descriptas - cuando el juez estimare procedente la impugnación dirigida contra un acuerdo preventivo.

## **APERTURA DE PROCEDIMIENTO DE SALVATAJE. REGISTRO DE INTERESADOS**

El procedimiento de salvataje comienza mediante una resolución judicial en la que se dispone la apertura de un registro de interesados en la adquisición de la empresa en marcha, se fija el valor patrimonial de tal empresa, se designa un perito que procederá al cálculo del valor actual de los créditos de la concursada, y se fija la fecha de una audiencia informativa. En tal sentido, el art. 48 de la LC dispone lo siguiente:

*"Dentro de los cuarenta y ocho horas el juez dispondrá por el plazo de cinco días la apertura de un registro en el expediente para que los acreedores y terceros interesados en la adquisición de la empresa en marcha, a través de la adquisición de las cuotas o acciones representativas del capital social de la concursada, se inscriban a efectos de formular ofertas. En dicha resolución, tomando en cuenta el informe general del síndico y las observaciones que hubiere merecido, fijará el valor patrimonial de la empresa, según registros contables. Asimismo, designará a la institución o experto que procederá al cálculo del valor presente de los créditos a los efectos del inciso 4, y fijará la fecha de la audiencia informativa para que se lleve a cabo con cinco días de anticipación al vencimiento del plazo previsto en el inciso 3".*

Según observa Vítolo, sin la apertura del registro previsto en el art. 48 no es posible iniciar el procedimiento de salvataje. El registro se abre en el respectivo expediente, y tal apertura debe tener lugar dentro del plazo de cinco días hábiles judiciales, según se desprende del art. 273, inc. 2, de la LC. Igual mecanismo de cómputo debe utilizarse para determinar la obligación del juez de resolver la iniciación del procedimiento de salvataje, cuarenta y ocho horas luego de haber terminado sin éxito el período de exclusividad.

El registro en cuestión tan sólo recoge la identidad de los posibles interesados. No hay formalidades especiales para tal registro o para la solicitud de inscripción en el mismo. Sólo los inscriptos en el registro, temporáneamente, se encuentran legitimados para formular propuestas de acuerdo a los acreedores, como parte del procedimiento de salvataje.

Tanto los acreedores como cualesquiera otros terceros interesados tienen la facultad de inscribirse en el registro en cuestión; la LC contempla ambas posibilidades. No se requieren, ni sería válido requerir, condiciones de idoneidad o solvencia, pues tales condiciones han sido dejadas a la apreciación de los acreedores. Entre tales interesados pueden válidamente encontrarse los directores, administradores o accionistas de la concursada.

En el fallo Salinas, A. R., 3er. Juzg. de Proc. Conc. y Reg. de Mendoza, 20 de junio de 1996, se estableció que, luego de la resolución de apertura prevista en el art. 48 de la LC, el concursado retiene la administración de la empresa, sujeto a la vigilancia del síndico - que no coadministra - y del comité de acreedores. Aunque los titulares del capital de la sociedad concursada no intervienen en tal carácter en el procedimiento de cramdown, la sociedad sigue siendo administrada por sus órganos naturales.

## **FIJACIÓN DEL VALOR PATRIMONIAL DE LA EMPRESA**

Conforme al art. 48 de la LC, la apertura del procedimiento de salvataje requiere fijar el valor patrimonial de la empresa. Tal valor, según se verá en subsiguientes apartados, incide sobre la determinación del precio pagadero por las participaciones representativas del capital de la empresa.

El valor patrimonial de la empresa se fija en base a sus registros contables, La LC no prevé la reformulación de tales registros, ni la revaluación de los activos de la empresa para ajustarlos a valores de liquidación o de venta de una empresa en marcha. En consecuencia, la base de la valuación son registros contables que deben haberse realizado conforme a los principios y reglas de contabilidad que rijan a la concursada al momento de confeccionarse los respectivos estados contables utilizados como base de la valuación.

En un interesante trabajo, Razzetto analiza los criterios de valuación de la empresa en el contexto del art. 48 de la LC, poniendo especialmente énfasis en la importancia que el flujo de fondos y el riesgo de la empresa tienen en su valuación. Sin perjuicio del sustancial interés del mencionado trabajo, no puede dejar de destacarse que el valor patrimonial de la empresa, conforme al inc. 1) del art. 48, está orientado a fijar un piso para los derechos de los socios y no inhibe a los potenciales adquirentes de efectuar sus propios cálculos -con criterios similares a los propuestos por Razzetto-, a la hora de decidir el importe de sus propuestas. Por otra parte, el valor que en la técnica contable y económica tengan las distintas técnicas de valuación de empresas cede frente a la exigencia legal de que se realice una valuación "patrimonial de la empresa según registros contables".

El valor patrimonial que se fija conforme al inc. 1) del art. 48 es el neto, o sea el resultante de restar del activo de la sociedad o ente su pasivo. Ello es así por cuanto se trata así de determinar un valor base para las acciones o participaciones de la sociedad o ente, y tal valor es función del patrimonio y no del patrimonio bruto de la entidad. El valor patrimonial así calculado puede inclusive ser negativo.

El cómputo del pasivo a efectos del cálculo del valor patrimonial previsto en el art. 48, inc. 1), debe distinguirse del cálculo del valor presente de los créditos -previsto en el mismo inc., y a ser considerado en el siguiente apartado de esta obra- que se realiza a los efectos del inc. 4) del mismo artículo. En el primer supuesto, el pasivo se computa según registros contables, y según las técnicas contables usuales empleadas para determinar el patrimonio neto de las sociedades. En cambio, a los fines del mencionado inc. 4), se toman en cuenta sólo ciertos pasivos y se los sujeta a una tasa de descuento, procedimientos fundamentalmente ajenos al cómputo contable usual de pasivos y de patrimonios netos.

## **DESIGNACIÓN DE EXPERTOS PARA CALCULAR EL VALOR PRESENTE DE LOS CRÉDITOS**

El art. 48 de la LC, en su inc.1), prevé que la resolución judicial que da inicio al procedimiento de salvataje incluya la designación de una institución o experto que procederá al cálculo del valor presente de los créditos a los efectos del inc. 4) del mismo art.

Sin perjuicio del ulterior examen de ese cálculo, cabe aquí observar que el mismo sólo comprende a parte de los pasivos de la concursada, y que está destinado a fijar un límite mínimo para el precio ofrecido por las acciones o participaciones en el capital de la concursada -a ser calculado según se expondrá más adelante -, por debajo del cual la propuesta de salvataje sólo es viable con el consentimiento de ciertas mayorías de socios o accionistas.



## EFFECTOS DE LA INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO DEL ART. 48

Según observa Vítolo sólo los inscriptos en el registro, se encuentran legitimados para formular propuestas de acuerdo a los acreedores y éste es el único alcance que debe darse a su intervención.

Coherentemente con ello, el inc. 2) del art. 48 establece que, si transcurrido el plazo de cinco días fijado en el inc. 1) no hubiera ningún inscripto, el juez declarará la quiebra. En efecto, ante esa falta de inscriptos el salvataje se toma jurídicamente imposible.

## PRESENTACIÓN Y MODIFICACIÓN DE PROPUESTAS

El inc. 3) del art. 48 de la LC establece los plazos y procedimientos para que los interesados legitimados y debidamente inscriptos presenten las propuestas de acuerdo que estimen pertinentes:

*"Si dentro del plazo previsto en el inc. 1 se inscribieran interesados, éstos quedarán habilitados por el plazo de diez días, contados a partir del vencimiento del plazo de inscripción, para presentar en el expediente propuestas de acuerdo a los acreedores, manteniendo las categorías predeterminadas, o modificándolas sólo en dos oportunidades: a los diez, y a los veinte días de su presentación. Vencido dicho plazo, quedará firme la última propuesta presentada por cada inscripto, quienes no podrán ya alterarlas."*

Según expone acertadamente Vítolo, las propuestas a que se refieren las disposiciones precedentes no son meras ofertas de precio por las acciones o participaciones representativas del capital de la concursada, sino que constituyen propuestas de acuerdo dirigidas a los acreedores.

Este encuadramiento tiene efectos tanto sobre la evaluación del contenido como de los efectos de las propuestas aquí examinadas. Desde el punto de vista del contenido, la propuesta no está dirigida en forma directa o principal a llegar a un acuerdo respecto del precio de adquisición de las acciones o participaciones de capital de la concursada. Por el contrario, ese precio de adquisición es consecuencia de una operación matemática basada en la aplicación al valor patrimonial de la empresa concursada de la misma proporción de reducción aplicada al valor presente de los créditos de la concursada. En consecuencia, la propuesta efectuada bajo el régimen del art. 48 debe, como regla general, seguir los mismos lineamientos de las propuestas efectuadas por la concursada durante el período de exclusividad, dirigiéndose así fundamentalmente a explicitar las condiciones en que se pagarán los créditos verificados contra la concursada.

Coherentemente con ello, el inc. 2) del art. 48 establece que, si transcurrido el plazo de cinco días fijado en el inc. 1) no hubiera ningún inscripto, el juez declarará la quiebra. En efecto, ante esa falta de inscriptos el salvataje se toma jurídicamente imposible.

Desde el punto de vista de los efectos de la propuesta, éstos consisten en configurar uno de los elementos exigidos por la ley para que se perfeccione el acto complejo consistente en un acuerdo preventivo. La propuesta formulada bajo el art. 48, de tener éxito, es imputable a la concursada en el sentido de que modifica y determina el contenido de sus obligaciones frente a los acreedores verificados. El acuerdo al que se llegue en virtud del procedimiento establecido en el art. 48 es, en definitiva, un acuerdo preventivo, según surge especialmente del inc. 5) de ese art., aunque con

particularidades en cuanto al universo de personas afectadas por las consecuencias de tal acuerdo, que llegan inclusive a los accionistas y socios de la concursada, según surge también del citado inc. 5).

También desde la perspectiva de los efectos de las propuestas aquí examinadas, se observa que el perfeccionamiento del acuerdo bajo el art. 48 no tiene lugar a favor de una hipotética "mejor" oferta, sino a favor de la primera que obtenga las conformidades previstas en el art. 48, inc. 5) de la LC, según surge de ese mismo inc.. No hay, en consecuencia, un concurso cuantitativo o cualitativo de ofertas, sino una coexistencia entre ofertas durante cierto período de negociación, utilizándose un criterio puramente temporal por considerar "vencedora" a la propuesta que primero logre las mayorías de aprobación exigidas por el art. 48 de la LC. Son los acreedores, mediante su aprobación, quienes deciden cuál es la oferta viable.

Señala Vítolo, en tal sentido, que "no puede sostenerse válidamente que la adjudicación deba hacerse al mejor precio o a la mejor oferta de los acreedores. En primer lugar, porque no hay adjudicación alguna, sino que hay acuerdo preventivo celebrado entre el legitimado y los acreedores. En segundo lugar, porque el mayor precio que pueda obtenerse por la transferencia va ligado a una mejor propuesta, la que no necesariamente resultaría cumplible por parte del oferente; claro está que quienes deciden si otorgan el crédito al proponente son los acreedores, ya que técnicamente son los que otorgan el nuevo crédito al deudor concursado a través del proponente. La seguridad en la percepción del crédito otorgado es uno de los elementos fundamentales del consentimiento del acreedor. Una mejor propuesta cuantitativa de acuerdo, sin suficientes garantías o razonabilidad de cumplimiento es sensiblemente peor que una inferior cuantitativamente, pero con garantías suficientes o satisfactorias para los acreedores.

El art. 48 de la LC autoriza expresamente a que las propuestas formuladas bajo ese art. mantengan o modifiquen las categorías propuestas anteriormente por la concursada en el período de exclusividad. Se mantienen, sin embargo, en la etapa de salvataje, los requisitos en cuanto a agrupamientos mínimos y elementos a ser tenidos en cuenta a efectos de la categorización, enumerados en el art. 41 de la LC. No rige el requisito de porcentaje máximo de quita, ni están las propuestas sujetas a aprobación judicial previa.

Según se desprende de las disposiciones del inc. 3) del art. 48 de la LC, antes transcriptas, las propuestas hechas por los inscriptos en el registro del art. 48 pueden ser modificadas sólo dos veces durante el período de negociación, a los diez y a los veinte días de la presentación. Como en el caso de la oferta inicial, las modificaciones deben ser presentadas en el expediente para ser válidas y vinculantes. Vencido el término para modificar las propuestas, rige la última presentada por cada inscripto, que puede inclusive ser la original. Las modificaciones pueden consistir en mejoras o reducciones de las propuestas, en tanto se respeten las reglas generales que rigen a éstas.

Es posible desistir de las propuestas. Entendemos que tal posibilidad existe, en virtud de las reglas generales aplicables a los actos convencionales, hasta tanto no se haya perfeccionado la aceptación de la oferta en los términos del art. 48 de la LC.

Como sucede con las propuestas de acuerdo preventivo hechas durante el período de exclusividad, las formuladas durante el procedimiento previsto en el art. 48 dan lugar a un período de negociación con los acreedores, tendiente a la adecuación de las propuestas a los requerimientos de los acreedores.

Los plazos para la presentación de propuestas y modificaciones son comunes para todos los interesados inscriptos.

Si ningún inscripto presenta propuesta, se procede a declarar la quiebra.

## LA AUDIENCIA INFORMATIVA